

氏 名	久 保 彰 宏
学 位 の 種 類	博 士 (経 済 学)
学 位 記 番 号	第 4958 号
学位授与年月日	平成 19 年 3 月 23 日
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項該当者
学 位 論 文 名	アジア新興市場におけるインフレ・ターゲティングの実証分析
論文審査委員	主 査 教 授 田 畑 理 一 副 査 教 授 森 誠 副 査 助教授 佐 藤 隆 広

論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、アジア通貨危機後に東南アジア諸国が新しい金融政策のフレームワークとして採用したインフレ目標政策を、時系列分析の手法を用いて解明したものである。

国際経済学の最も有名な命題のひとつに、政策トリレンマがある。この政策トリレンマによれば、一国が固定相場制度を維持しながら資本自由化と自立的な金融政策を同時に実行することは、不可能である。ちょうど、アジア通貨危機の原因のひとつとして、アジア各国が対ドル固定相場制度を維持しながら、資本自由化を推進し、拡張的な金融政策を採用し続けたことが挙げられる。こうした政策の組み合わせは、マクロ経済政策のフレームワークとしては整合性に欠ける。実際に、通貨危機後に一部の例外的な国を除くと、多くの国はそれまでの対ドル固定相場制度から変動相場制度に移行し、自由な資本移動と自立的な金融政策を重視するようになったのである。通貨危機以前において金融政策が為替レートの安定化という政策目標に規定されていたのに対して、通貨危機以後において金融政策はインフレ目標という新たな政策目標の実現を目指すものになった。単純に言えば、これが東南アジア各国でインフレ目標政策が採用された経緯である。

インドネシアとタイで2000年、フィリピンで2002年にインフレ目標政策が採用された。本論文は、この開始されたばかりの東南アジア諸国のインフレ目標政策の評価を試みるという極めて野心的な意図を持っている。本論文が提出されるまで、こうした問題意識に立って、東南アジア諸国におけるインフレ目標政策に取り組んだ本格的な定量的な実証分析はほとんど存在しなかった。既存の先行研究の蓄積が少ないばかりではなく、それらの多くが定性的な分析であるか、各国の金融政策の概要を紹介するといったレベルに止まっていた。以下では、本論文の概要を紹介する。

第 1 章は、まず、インフレ目標政策の理論的な背景が解説されている。とくに、ここで重要なことは、インフレ目標政策は裁量的な金融政策の問題点として指摘されている「動学的非整合性」を回避できる点である。動学的非整合性の概念は、事前と事後で中央銀行にとって最適な金融政策が異なることから引き起こされるインフレの昂進を説明するものである。インフレ目標政策は中央銀行がインフレ目標にコミットすることで、こうした裁量的政策につきまとうインフレバイアスを防止できる。さらに、第1章の後半では、各国におけるインフレ目標政策の分かりやすい解説がなされている。本論文の導入部にふさわしい記述が、本章ではなされている。

第 2 章は、インドネシア・タイ・フィリピンの 3 カ国のインフレ目標政策が実体経済にいかなる影響を及ぼしているのを、誘導型VARを用いた「反事実的な」シミュレーションと構造VARを用いた予測誤差分散分解で検証している。実証結果によれば、インフレ目標政策は必ずしも生産に大きなマイナスの影響を与えるものではないことが明らかにされている。通常、インフレ目標政策はデフレ的な効果を持つものであり、生産にマイナスに作用すると考えられてきたが、必ずしもそうではないことを示した点は興味深い発見である。

第 3 章は、インフレ目標政策採用後のタイにおける金融政策の波及経路を検証している。本章では、金融政

策の波及経路として、マネーチャンネルとクレジットチャンネルの2種類の波及経路を想定し、このうちのどちらがタイの金融政策の波及経路としてより妥当であるのかを考察している。構造VARを用いて、インパルス応用関数の形状を観察し、タイではクレジットチャンネルが波及経路として重要であることを明らかにした。とりわけ、本章で興味深いことは、中央銀行の名目金利の引き上げが銀行による貸し渋りを緩和させた可能性があることを指摘している点である。名目金利上昇が銀行の融資インセンティブを高め、それが民間企業の金融制約を緩和して生産を刺激するというクレジットチャンネルの存在を明らかにしている。通常、金利引き上げはデフレや不況をもたらすと考えられるが、「金利上昇→銀行によるクレジットの供給増→企業の金融制約緩和→投資増→生産増」という従来あまり考えられてこなかった波及経路を構造VARによって摘出しているのである。極めて論争的な論点ではあるが、本章の元になった学会報告（2006年アジア政経学会西日本部会）では、開発経済学者や国際経済学者さらにはタイ地域研究者の多様なディシプリンを持つ研究者から一様にこの点が極めて高く評価されたことを特記しておく。

第4章は、インドネシアのインフレ目標政策の実体経済に対する影響を分析している。ここでは、インドネシア中央銀行が、政策操作変数として中央銀行債務証券（SBI）残高のみを用いているのか、あるいは市場短期金利も補完的に利用した政策運営を行っているのかを、構造VARを用いて検証している。その結果、政策操作目標変数として、SBI残高に加えて市場短期金利も補完的に利用している政策運営を行っていることが明らかになった。このことは、2005年以降から、インドネシア中央銀行が中間目標を貨幣供給量から金利に変更していることと整合的である。加えて、この結果は、それ以前においても、操作目標や中間目標として、インドネシア中央銀行が金利を重視していたことを示唆している。本章では、構造VARによって、こうした中央銀行の政策操作目標変数を特定化することに成功している点が評価できるだろう。さらに、構造VARの結果から、インドネシアのインフレ目標政策が、生産を犠牲にすることなく、物価の安定を実現していることも明らかにされている。

論文審査の結果の要旨

本章で駆使されている構造VARは、1990年代後半以降、先進国における金融政策の実証分析で標準的に用いられているものである。わが国の金融政策をこの構造VARを用いて分析した代表的な研究書は、宮尾龍蔵『マクロ金融政策の時系列分析』日本経済新聞社、2006年であろう。本論文で用いられている構造VARは、同書で用いられている水準のものであり、時系列分析の技術としてはすでに確立されているものであるとはいえ、東南アジア諸国の金融政策分析におそらく世界で初めて応用した点は高く評価したい。

また、東南アジア諸国におけるインフレ目標政策の定量的分析、というテーマと論文構成の一貫性は博士学位請求論文としてのひとつのまとまりを規律付けている。本論文を一読すれば、インフレ目標政策の概要や東南アジア諸国での実際の運営だけではなく、VARを分析の主軸にすえた専門性の高い時系列分析の応用をも学ぶことができる。

なお、本書で用いているVARは、ミクロ的な基礎付け（マイクロファンデーション）を持っているわけではないが、久保氏もこの点は十分自覚している。これは、久保氏にとって、この領域の研究を深めるうえでの今後の課題であろう。

論文の執筆者である久保氏は、高度な時系列分析を本学大学院進学後に吸収し、それを東南アジアのマクロ経済データに応用した、というだけにとどまらない。本論文を執筆するにあたって、久保氏は、タイ中央銀行の金融政策チームから複数回にわたってヒアリングを行い、自らが行っている高度な時系列分析の結果を金融政策の現場での証言によって鍛え上げている。このことは、専門性の高い博士論文執筆という点で見れば、一見無駄のように考えられるが、高度な時系列分析の結果を解釈するときにその説得性を飛躍的に高めている。こうした点も、審査委員会は高く評価している。

加えて、本論文の2章から4章は『アジア研究』と『経済学雑誌』などの査読誌に掲載されている。本研究

科の学位申請の要件とされている査読論文2本という条件も十分満たしている。

以上から、久保彰宏『アジア新興市場におけるインフレ・ターゲティングの実証分析』は博士学位論文としての要件を満たしていると判断する。